

PENILAIAN PASAR MODAL TERHADAP FLUKTUASI BISNIS REAL ESTAT¹

Gudono

Between 1993 and 1997, the property business was in flux. This study tests the effect of this fluctuation on the stocks of property and real-estate firms listed on the Jakarta Stock Exchange (JSX). The arbitrage pricing model (APT) develops two hypotheses that predict the effect of a number of fundamental factors taken from the firms' financial statements, and of two external factors: interest and inflation rates. To test the hypothesis, the author used data taken from the Indonesian Capital Market Directory, stock prices from the JSX, and economic indicators reported by BPS and Harian Bisnis Indonesia.

The paper reports several findings. First, the results suggest a significant decline in the stock prices of real estate firms between 1993 and 1997. Second, the stock market seems to react negatively to an increase in interest rates. Third, evidence about the effect on the firms' fundamental factors is mixed. For instance, while long term debts negatively affect stock prices (as hypothesized), liquidity also negatively affects stock market (contrary to expectation). These results suggest that future research is needed to explain why such phenomena occur.

Keywords: real estate; market valuation; arbitrage pricing model; fundamental factors; capital market; Indonesia

Pengantar

Larangan pemberian fasilitas kredit kepada pengembang (selain untuk RS dan RSS) oleh pemerintah baru-baru ini, sekali lagi mendorong masyarakat untuk melihat secara mendalam bisnis real estat. Kelesuan bisnis real estat sebetulnya sudah dirasakan sejak tahun 1996. Bahkan waktu itu sudah diramal bahwa tahun 1997

kondisinya akan lebih parah lagi (Info Finansial, 1996). Paling tidak gambaran kelesuan itu bisa dilihat dari (1) prosentase pengisian apartemen dan *townhouse* di Jakarta yang menurun terus sampai 75 persen (1997) dari titik tertinggi 93 persen (1990 dan 1991) dan (2) volume kondominium di Jakarta yang tak terjual terus meningkat dari 44 (1993) menjadi 3.596 (1997).

¹ Artikel ini merupakan rangkuman penelitian yang disponsori oleh Program Studi MMUGM. Penulis mengucapkan terima kasih kepada Dr. Basu Swastha Dh., Dr. Marwan Asri dan Dr. Ainun Na'im yang telah meluangkan waktu mereview penelitian ini.

Secara makro risiko pendanaan di bidang bisnis real estat juga meningkat. Hal ini nampak pada ketidakseimbangan antara pertumbuhan kredit di sektor properti dengan rata-rata pertumbuhan kredit bank. Data menunjukkan bahwa kredit properti pada tahun 1993 meningkat hingga menjadi 54,9 persen, padahal laju ekspansi kredit perbankan hanya 32,5 persen (Info Finansial, 27/11/1996). Hal serupa terjadi pada 1994 di mana kredit properti tumbuh 43,6 persen, sementara total kredit perbankan hanya tumbuh 22,2 persen. Dengan penurunan volume penjualan properti seperti dijelaskan di atas, kredit properti yang tumbuh cepat merupakan aktivitas pendanaan yang salah alamat (*misallocation*). Proporsi kredit properti yang besar menyebabkan bank menghadapi bencana kredit yang sangat besar dalam suasana kelesuan bisnis properti. Di samping itu proporsi utang perusahaan real estat yang tinggi menyebabkan mereka menghadapi risiko bangkrut yang juga tinggi. Jelaslah di sini bank dan perusahaan pengembang menghadapi bencana simultan.

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk meneliti bagaimanakah pasar modal menilai dan merespon fluktuasi yang terjadi di bisnis real estat tersebut. Ada dua faktor yang memotivasi penelitian ini. *Pertama*, dengan pertumbuhan ekonomi yang cukup pesat ($\pm 7\%$ per tahun) dan jumlah penduduk yang besar (+200 juta), papan (di samping sandang dan pangan) menjadi masalah yang sangat penting dan rawan di Indonesia. *Kedua*, penelitian respon pasar saham terhadap perubahan struktural di sektor tertentu masih jarang dilakukan. Penelitian tentang respon pasar saham yang sering dilakukan di Indonesia

biasanya berupa penelitian *information content* tentang suatu *event*, misalnya penelitian dampak penyajian laporan keuangan, pengumuman dividen, ataupun "berita" lainnya. Fakta menunjukkan respon pasar modal terhadap gejolak di atas tidak begitu jelas. Sebagai contoh harga saham PT Modernland Realty (MDLN) ternyata justru meningkat tajam dari Rp1.400 awal Maret 1997 menjadi Rp3.750 pada 11 Juni 1997 (meningkat 168%) di tengah kelesuan bisnis real estat. Lonjakan harga juga terjadi pada saham PT Surya Semesta Internusa (SSIA), meskipun "hanya" 39 persen (Kontan, 16 Juni 1997). Tampak di sini respon pasar ternyata bukan masalah yang sederhana.

Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

Dalam membuat keputusan jual-beli saham maupun dalam menilai kelayakan harga saham seorang investor yang rasional, akan mempertimbangkan berbagai aspek ekonomi suatu perusahaan. Faktor-faktor tersebut meliputi (1) kemampuan perusahaan mendapatkan laba, (2) tingkat inflasi, (3) kondisi perekonomian negara pada umumnya, (4) regulasi pemerintah, dan (5) kebijakan direksi (Usman, 1989; Husnan, 1994).² Hasil analisis para investor terhadap faktor-faktor tersebut selanjutnya akan terwujud dalam bentuk kegairahan maupun kelesuan perdagangan suatu saham yang dapat dilihat dari fluktuasi harga saham, volume transaksi, frekuensi transaksi, dan indeks harga saham.

Mengingat perubahan dalam faktor-faktor tersebut —khususnya harga saham— berhubungan langsung dengan

² Hal ini tidak menyimpang dari pendapat para "fundamentalis" yang menyatakan bahwa harga saham berkaitan dengan kondisi perusahaan (Usman, dkk., 1990).

stock returns (R) perusahaan, pandangan di atas konsisten dengan *arbitrage pricing theory* (APT) yang menyatakan bahwa *returns* R adalah fungsi dari faktor ekonomi makro maupun kondisi perusahaan yang bersangkutan (Ross, dkk., 1990). Secara umum model dalam APT bisa ditulis sebagai berikut:

$$R_{it} = a_i + b_{i1}(F_1)t + b_{i2}(F_2)t + \dots + b_{ik}(F_k)t + e_{it}$$

R_{it} = *returns* ke i pada periode t

$F_1 \dots F_k$ = faktor ke 1 sampai dengan ke k

e_{it} = *error term*.

Berbeda dengan *capital asset pricing model* (CAPM) yang memerlukan konstruk "pasar" sebagai faktor penentu harga saham, APT hanya menunjukkan bahwa beberapa faktor mungkin menentukan harga saham. Ini merupakan keuntungan APT karena konstruk pasar yang tidak bisa diobservasi secara langsung (*non-observability*) bukan merupakan hambatan untuk melakukan pengujian teori (Ariff dan Johnson, 1990). Beberapa studi empiris baik yang diadakan dengan data pasar modal di negara maju maupun negara berkembang menunjukkan bukti yang mendukung APT (misalnya Roll dan Ross, 1980; Ariff dan Johnson, 1988).

Selain R (*returns*) sebagai variabel gayut dan penggunaan APT ada model penilaian (*valuation model*) lain yang menggunakan harga saham (P). Salah satu model tersebut adalah model Litzenberger dan Rao (1971) yang menyatakan bahwa harga saham ditentukan oleh laba (EPS), ukuran perusahaan, perkiraan pertumbuhan laba dan risiko (lihat juga Jogiyanto dan Dewi, 1997). Senada dengan pendapat Marzuki dan Suad di atas, model Litzenberger dan Rao (LR) menunjukkan adanya hubungan antara harga saham —

sebagai respon pasar— dengan faktor-faktor fundamental perusahaan.

Sesuai dengan APT dan model LR pada penelitian ini beberapa faktor yang diduga memiliki pengaruh pada saham perusahaan real estate diuji. Faktor-faktor tersebut meliputi rasio utang jangka panjang, likuiditas, profitabilitas, tingkat inflasi periode sebelumnya, dan tingkat bunga periode sebelumnya. Hubungan antara faktor-faktor tersebut dengan *returns* (R) dan harga saham (P) adalah: pertama, rasio utang secara langsung berkaitan dengan risiko pendanaan (baca penelitian tentang *debt covenant*, seperti misalnya Beneish dan Press, 1993). Oleh sebab itu rasio utang diharapkan punya pengaruh negatif terhadap R dan P .

Kedua, dalam pembelian properti konsumen selain dilandasi motivasi untuk berkonsumsi juga dilandasi oleh motivasi untuk berinvestasi. Jadi tingkat inflasi harga tanah dan bangunan—sampai level tertentu— mungkin justru sesuatu yang "disukai". Sebaliknya karena pembelian properti biasanya dilakukan secara angsuran (kredit), peningkatan tingkat bunga bank merupakan hal yang tidak disukai. Perusahaan real estat yang tergantung pada kredit bank juga tidak suka pada pertumbuhan tingkat bunga. Dengan alasan-alasan itu inflasi periode sebelumnya diharapkan punya hubungan positif dengan R dan P , sebaliknya tingkat bunga periode sebelumnya punya hubungan yang negatif.

Ketiga, sesuai dengan pembahasan normatif dalam literatur akuntansi dan keuangan likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan yang baik untuk melunasi kewajiban yang segera jatuh tempo. Sementara itu profitabilitas menunjukkan kinerja perusahaan dalam mencari laba akuntansi untuk pemegang saham. Sesuai dengan penjelasan

tersebut perusahaan yang likuiditas dan profitabilitasnya tinggi diharapkan lebih mampu dalam menghadapi fluktuasi bisnis dan, akibatnya, direspon secara positif oleh pasar modal.

Penjelasan-penjelasan di atas mengarah pada penulisan hipotesa seperti di bawah ini:

H1 : Harga dan return saham perusahaan-perusahaan real estat mengalami trend menurun selama jangka waktu 1993-1997.

H2 : Rasio utang akan ditanggapi secara signifikan dan negatif oleh investor, sebaliknya likuiditas serta profitabilitas perusahaan real estat akan ditanggapi secara signifikan dan positif oleh investor.

H3 : Inflasi akan ditanggapi secara signifikan dan positif oleh investor, sebaliknya tingkat bunga akan ditanggapi secara signifikan dan negatif oleh investor.

Jika *H1* tidak ditolak maka hal itu akan memberi indikasi tidak langsung mengenai terjadinya penurunan di sektor real estat atau adanya kecenderungan investor menjauhi sektor tersebut. Hal ini bisa terjadi jika pasar modal "mengharapkan" akan adanya fluktuasi di sektor fundamental perusahaan karena melihat, misalnya, ada penurunan penjualan perumahan dan kondominium. Jadi sesuai judul tulisan ini *H1* merupakan prasyarat sebelum menguji *H2* dan *H3*.

Metode

Sampel

Data tentang variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari sumber-sumber berikut ini:

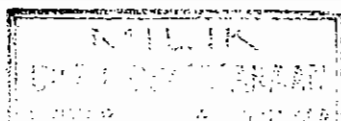
1. Indikator ekonomi Biro Pusat Statistik tahun 1994 - 1996 untuk data tentang tingkat inflasi.
2. BBS - JSX untuk data pasar modal (misalnya harga saham, volume, dan indeks).
3. Indonesian Capital Market Directory tahun 1994, 1995, dan 1997 untuk data laporan keuangan (misalnya total aktiva, utang jangka panjang, dan likuiditas).
4. Harian Bisnis Indonesia terbitan bulan Januari 1994 - Juli 1997 untuk data tingkat bunga.

Dari sumber-sumber di atas diperoleh data harga dan return mingguan sepanjang 205 minggu (dimulai sejak minggu pertama bulan Januari 1993) dari 24 perusahaan konstruksi dan real estat yang telah *go public*. Data ini digunakan untuk menguji hipotesis 1. Untuk pengujian hipotesis 2, digunakan data laporan keuangan serta return dan harga saham tahunan dari dua puluh dua perusahaan tersebut, untuk tahun 1995 dan 1996. Data laporan keuangan dua perusahaan (dari dua puluh empat perusahaan yang *go public*) tidak berhasil dikumpulkan, sehingga keduanya dikeluarkan dari sampel untuk pengujian hipotesis 2. Data tahun 1993 dan tahun 1994 tidak digunakan untuk menghindari *missing data*, karena sebanyak tujuh belas perusahaan baru masuk ke pasar modal pada tahun 1994 dan 1995. Pengujian hipotesis 3 menggunakan data inflasi, tingkat bunga, dan return saham bulanan dari bulan Februari 1994 sampai dengan Desember 1996.

Model Empiris

Untuk menguji hipotesis pertama digunakan model berikut ini:

$$H_t = \alpha_1 + \beta_1 H_{t-1} + e_1, \dots \dots \dots (1)$$



$$RET_t = \alpha_2 + \beta_2 RET_{t-1} + e_2, \dots (2)$$

H_t dan RET_t = variabel harga dan return saham yang merupakan hasil *market valuation* para investor (pelaku pasar),

e_1 dan e_2 = *error terms* model (1) dan (2),

α_1 dan α_2 = konstanta

Kedua model di atas merupakan model otoregresif tingkat 1 (AR1).

Menurut Pindyck dan Rubinfeldt (1991) model *time-series* biasanya digunakan jika peneliti tidak mengetahui dengan baik variabel determinan. Dalam penelitian ini harga saham dan return saham bisa dianggap sebagai hasil interaksi berbagai faktor yang ada di pasar modal yang tidak bisa diobservasi dengan jelas. Oleh sebab itu sesuai dengan pendapat Pindyck dan Rubinfeldt (1991) tersebut, model *time-series* digunakan sebagai langkah awal untuk mendekati permasalahan yang berkaitan dengan saham perusahaan real estat.

Menurut Ross, dkk. (1990) reaksi pasar yang efisien ditunjukkan oleh tidak adanya tendensi *subsequent increases and decreases*. Ini terjadi jika pasar tidak bisa memprediksi harga saham yang akan datang dengan mengobservasi harga saham sebelumnya. Jadi bila koefisien otoregresif model (1) dan (2) signifikan akan memberi indikasi ketidak efisienan (atau setidaknya efisiensi yang lemah/*weakly efficient*) pasar saham Jakarta di sektor properti (real estat). *Weak form efficiency* tersebut terjadi jika JSX sepenuhnya

merefleksikan harga saham masa lalu (Watts dan Zimmermann, 1986).

Hipotesis kedua diuji dengan menggunakan dua model regresi berikut ini:

$$H_{it} = \alpha_3 + \gamma_3 HUT_{it} + \gamma_4 ROI_{it} + \gamma_5 L_{it} + \gamma_6 LB_{it} + \gamma_7 M_{it} + e_3, \dots (3)$$

$$RET_{it} = \alpha_4 + \gamma_8 HUT_{it} + \gamma_9 ROI_{it} + \gamma_{10} L_{it} + \gamma_{11} LB_{it} + \gamma_{12} M_{it} + e_4, \dots (4)$$

H_{it} dan RET_{it} = variabel harga dan return saham yang telah ditransformasi³

HUT_{it} = rasio utang jangka panjang dibagi jumlah modal

ROI_{it} = *return on investment*

L_{it} = jumlah nilai kas dan persediaan dibagi utang jangka pendek

LB_{it} = nilai laba yang telah ditransformasi

M_{it} = nilai modal yang telah ditransformasi

α_3 dan α_4 = merupakan konstanta

γ_1 sampai

dengan γ_{12} = koefisien regresi

Mengingat data laporan keuangan yang tersedia adalah data tahunan, maka H dan RET dihitung tahunan. Modal dan laba dimasukkan terutama untuk menghilangkan *size effect*, di samping ada penelitian sebelumnya memasukkan variabel tersebut (misal Litzenberger dan Rao, 1971)⁴.

Transformasi dari X_i menjadi (X_i/σ_x) , di mana σ_x adalah deviasi standar X_i atas

³ Transformasi dilakukan dengan membagi nilai variabel tersebut dengan standar deviasinya (lihat Pindyck dan Rubinfeldt, 1991).

⁴ Kedua peneliti menggunakan EPS sedangkan penelitian ini menggunakan nilai laba yang ditransformasi.

beberapa variabel dalam model-model di atas dilakukan untuk menghilangkan pengaruh heterokedastisitas.

Untuk menguji hipotesis ketiga digunakan dua model regresi dengan lag variable sebagai berikut:

$$RET_t = \alpha_5 + \delta_1 INF_{t-1} + \delta_2 B_{t-1} + e_{6,t} \quad (5)$$

H_t dan RET_t = harga dan return saham bulanan

INF_{t-1} dan B_{t-1} = tingkat inflasi serta tingkat bunga bulan sebelumnya

Secara umum penggunaan RET dengan model valuasinya Litzenberger dan Rao (1971), sedangkan penggunaan H sesuai dengan model APT . Mengingat pasar modal Indonesia sangat kecil penggunaan H dan RET (yaitu data yang berasal dari pasar modal) mungkin mengalami masalah seperti yang ditemukan pada *thin market* lainnya (Ariff dan Johnson, 1990). *Thin market* menyebabkan adanya *measurement bias* (khususnya pada pengukuran returns dan risiko—sebagai akibat kecilnya frekuensi perdagangan) serta pelanggaran asumsi normalitas yang banyak digunakan pada teori keuangan (Ariff dan Johnson, 1990). Namun begitu kebanyakan penelitian-penelitian tersebut didasarkan pada CAPM yang menggunakan data returns dan risiko (beta). Sebaliknya penelitian ini didasarkan pada APT , yang juga telah digunakan pada riset dengan data dari pasar modal Singapura (Ariff dan Johnson, 1990).

Hasil Penelitian

Statistik Deskriptif

Data demografis dan statistik deskriptif variabel laporan keuangan dua puluh

dua (dari dua puluh empat) perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini ditampilkan pada Tabel 1. Dari Tabel 1 tampak bahwa nilai rata-rata total aktiva perusahaan real estat (tahun 1996) yang *go public* adalah 1,2 triliun rupiah dengan nilai total aktiva terendah sebesar 87 miliar rupiah dan total aktiva tertinggi 3,04 triliun rupiah. Rata-rata 3 tahun (1994, 1995, 1996) proporsi utang jangka panjang dibandingkan modal (HUT) yang digunakan untuk mendanai aktiva itu adalah 88,53 persen (atau sekitar 47 persen dari total aktiva). Sementara itu kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendek mereka ternyata sangat rendah (rata-rata tingkat likuiditas, $L = 1,79\%$). Dengan kondisi semacam itu bisa diduga bahwa bisnis real estat sensitif terhadap perubahan tingkat bunga.

Pengujian Hipotesis 1

Fluktuasi rata-rata harga saham mingguan bisa dilihat di Gambar 1. Dari gambar itu tampak bahwa setelah harga saham mencapai titik puncak setinggi Rp9.325 (minggu terakhir bulan Desember 1993), rata-rata harga saham perusahaan real estate menurun. Tabel 1 memberikan bukti pendukung tentang penurunan itu. Berdasarkan model *time series* (otoregresif $AR(1)$) tampak bahwa telah terjadi tren menurun pada harga saham (koef. = -0,322, p -value = 0,000). Namun demikian untuk return saham tidak terdapat bukti yang cukup signifikan mengenai penurunan tersebut. Sesuai dengan uraian sebelumnya temuan ini secara tak langsung juga memberi bukti parsial mengenai kemungkinan ketidakefisienan pasar saham sektor properti antara periode 1993 - 1996.

Secara statistik penurunan harga rata-rata itu didukung lebih lanjut dengan bukti dari model alternatif (1) dan (2), di mana

Tabel 1. Data Demografis Perusahaan Sampel

Variabel	N	Mean	Deviasi Std.	Min	Max
Total aktiva ¹⁾	22	1.209.517	855.336	87.350	3.035.298
Utang jangka pendek ¹⁾	22	340.861	259.642	8.888	885.339
Utang jangka panjang ¹⁾	22	384.492	308.087	2.423	1.036.566
Modal ¹⁾	22	457.178	351.361	37.060	1.215.158
Penjualan (net) ¹⁾	22	2.254	16.201.551	20.954	626.947
Laba sesudah pajak ¹⁾	22	50.089	52.554	-4.999	186.547
ROI	22	3,40	2,92	-2	11
HG ²⁾	204	3.838,86	1.817,96	1.755,7	9.421,4
RET ²⁾	204	-,14	7,21	-36,7	66,8
RET ³⁾	38	-,02[-,06]	,11[,71]	-,7[-,7]	,00[2,2]
HG ³⁾	38	,02[2.065,13]	,13[1.291]	,00[650]	,8[6.050]
Laba ³⁾	38	,06[48.939]	,06[49.764]	,00[-4.068]	,2[186.547]
MODAL ³⁾	38	,52[422.303]	,38[319.502]	,00[36.383]	1,5[1.215.158]
Likuiditas (L)	38	1,79	,99	,3	4,7
ROI	38	3,93	3,13	-1,4	13,3
HUT	38	88,53	49,71	2,8	226,2
RET ⁴⁾	34	,01	,06	-,099	,141
INF ⁴⁾	34	,66	,58	-,61	2,16
Bunga ⁴⁾	34	16,29	,61	15,37	17,50

Keterangan:

- 1) Dalam jutaan rupiah
- 2) Data HG dan RET mingguan (digunakan dalam pengujian hipotesis 1)
- 3) Data HG, RET, laba, dan modal tahunan yang ditransformasi (digunakan dalam pengujian hipotesis 2). Angka dalam kurung menunjukkan hasil pengolahan dari data sebelum ditransformasi.
- 4) Data bulanan (digunakan dalam pengujian hipotesis 3)

waktu digunakan sebagai determinan regresi. Pada model alternatif (1) nilai koefisien regresi adalah -22,217 (p -value = ,000). Nilai R^2 model alternatif (1) adalah 0,52. Sebagaimana pada hasil analisis sebelumnya, nilai rata-rata return saham ternyata tidak secara signifikan menurun.

Pengujian Hipotesis 2

Tabel 3 menyajikan beberapa hasil uji statistik untuk mengetahui lebih lanjut apakah beberapa faktor fundamental mempengaruhi fluktuasi harga (HG) (lihat model 3). Dari Tabel 3 tersebut diketahui

Gambar 1. Perkembangan Harga Saham Sektor Real Estat



Tabel 2. Hasil Statistik Model (1) dan (2)

	Model (1) (nilai t)	Model (2) (nilai t)	Model Alternatif ¹⁾	
			(1)	(2)
Koefisien (AR1)	-,322** (-4,79)	-,146 (-,053)	-22,217**	-,0106
Konstanta	32,548 (,64)	-,143 (-,33)	6.116,07	,9478
D W statistik	2,619	2,017		
R ²			0,52	0,007

Keterangan:

¹⁾ Model alternatif menggunakan nilai waktu sebagai determinan. Pada model alternatif (1) HG berfungsi sebagai variabel dependen, sedangkan pada model alternatif (2) RET berfungsi sebagai variabel dependen.

** berarti signifikan pada tingkat $\alpha = 0,01$

bahwa, sebagaimana dihipotesiskan (hipotesis 2), rasio utang (*HUT*) mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap perubahan harga (*koef.* = $-,001$; $p < 0,01$). Kendati demikian bukti mengenai pengaruh *ROI* ternyata justru kebalikan dari apa yang diharapkan (*koef.* = $-,037$; $p < ,01$). Berdasarkan nilai koefisien *LB* (=

$3,34$) bisa diduga bahwa pasar mungkin memang menilai positif profitabilitas, namun pasar ternyata menilai negatif ukuran perusahaan, yang diukur berdasarkan nilai modal. Dengan anggapan nilai model berkorelasi positif dengan nilai investasi, perbedaan penilaian terhadap laba dan modal tersebut menyebabkan

Tabel 3. Hasil Statistik Model (3)

Variabel	Koefisien (nilai t) Model 3	Koefisien Model Alternatif (nilai t)		
			(1)	(2) (3)
L	-,010 (-,55)	,022 (,992)	,011 (,459)	-,12 (,53)
ROI	-,037** (-3,63)	-,022* (-1,88)	-,0058 (-,585)	-,007 (,964)
HUT	-,001** (-2,8)	-,001* (-2,29)	-,001* (-1,89)	,0009* (1,996)
LB	3,34** (4,6)	,887* (1,71)		
M	-3,36** (3,85)		-,038 (-,586)	
Konstanta	,247** (3,44)	,129 (,12)	,142 (1,644)	-,106 (,131)
Adjusted R ²	,389	,086	,016	,0334
DW	1,664			
K-S	1,127			

Keterangan:

Variabel dependen = harga saham (HG)

** berarti signifikan pada tingkat $\alpha = 0,01$

* berarti signifikan pada tingkat $\alpha = 0,1$

pengaruh *ROI* justru negatif. Variabel lain yang memberikan bukti berbeda dengan yang diharapkan adalah likuiditas (*L*) yang tidak punya pengaruh yang signifikan terhadap harga.

Tabel 3 juga menyajikan hasil-hasil statistik dari tiga model alternatif yang dikembangkan untuk menganalisis sensitivitas model (3) serta skor Durbin Watson (DW) dan Kolmogorov-Smirnov (K-S). Berdasarkan perbandingan tentang jumlah koefisien regresi yang punya pengaruh signifikan serta berdasarkan nilai *adjusted R²*, bisa disimpulkan bahwa model (3), yang memiliki nilai *adjusted R²* =

,389 - tertinggi di antara keempat model, adalah yang paling baik (*robust*). Skor DW model (3) yang sebesar 1,664 memberi indikasi mengenai kemungkinan adanya otokorelasi positif lemah. Sementara itu nilai K-S (= 1,127) menunjukkan bahwa *unadjusted residuals* model (3) berdistribusi normal. Di samping temuan-temuan tersebut, pengujian tambahan untuk meneliti multikolinearitas pada model (3) menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel dalam model tersebut yang memiliki skor nilai VIF (*variance inflation factor* - tidak dilaporkan dalam tulisan ini) lebih dari 10. Dengan begitu

Tabel 4. Hasil Statistik Model (4)

Variabel	Koefisien (nilai t) Model 3	Koefisien Model Alternatif (nilai t)		
		(1)	(2)	(3)
L	-,008 (-,541)	-,018 (-,98)	-,009 (-,45)	-,016 (-,63)
ROI	,032** (3,651)	,019* (1,89)	,005 (,607)	,007 (,964)
HUT	,001** (2,83)	,001* (,029)	,0008* (1,89)	,0009* (1,996)
LB	-2,77** (-4,60)	-,732* (-1,7)		
M	,303** (4,18)		,032 (,597)	
Konstanta	-,203** (-3,42)	-,106 (-1,58)	-,117 (-1,632)	-,106 (-1,546)
Adjusted-R ²	,389	,084	,14	0,033
DW	1,665			
K-S	1,1173			

Keterangan: Variabel dependen = return saham (RET)

** berarti signifikan pada tingkat $\alpha = 0,01$

* berarti signifikan pada tingkat $\alpha = 0,1$

bisa disimpulkan bahwa pengaruh multikoleniaritas pada model tersebut bisa diabaikan⁵.

Hasil statistik mengenai penilaian pasar terhadap perubahan-perubahan faktor fundamental perusahaan dengan menggunakan return saham sebagai *proxy* perilaku pasar ditampilkan di Tabel 4. Hasil statistik di Tabel 4 menunjukkan bahwa, sebagaimana dengan yang ada di Tabel 3, *HUT*, *ROI*, *L*, *LB*, dan *M* signifikan. Namun bila diamati lebih lanjut arah koefisien kelima variabel itu berbeda

dengan apa yang ada di Tabel 3. Misalnya, koefisien *ROI* positif ($= ,032$, $p < ,001$) sementara koefisien *HUT* positif ($= ,001$; $p < ,001$). Jadi hasil untuk *HUT* menyimpang dari apa yang diprediksi di hipotesis 2. Berdasarkan pada skor K-S di Tabel 4, bisa juga disimpulkan bahwa *unadjusted residuals model* (4) berdistribusi normal. Berdasarkan skor nilai VIF masing-masing variabel model (4) (tidak dilaporkan) bisa pula disimpulkan bahwa tidak ada multikoleniaritas antarvariabel independen.

⁵ Ini tidak berarti bahwa korelasi bivariat (misalnya yang diukur dengan *Pearson correlation*) antardua independen variabel selalu tidak signifikan.

Tabel 5. Hasil Statistik Model (5)

	Koefisien Model (5) (nilai t)
INF	,01 (,543)
B	-,033* (-1,781)
Konstanta	,53* (1,788)
Adjusted R ²	,037

Keterangan:

Variabel Dependen model (5) adalah *return* saham

Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis 3 memprediksi pengaruh dua faktor eksternal (*exogenous*), yaitu tingkat inflasi dan tingkat bunga periode sebelumnya, terhadap rata-rata *return* saham bulanan. Dari Tabel 5 diketahui bahwa informasi tentang inflasi bulan sebelumnya tidak punya pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, sebaliknya tingkat bunga memiliki pengaruh negatif yang signifikan (*koef.* = -,033, *p* = ,0835). Dilihat dari skor *adjusted R*² yang hanya ,037, secara umum model (5) tampak kurang begitu baik. Nilai konstanta yang signifikan (*p* = ,0835) menunjukkan adanya variabel lain yang mungkin perlu dimasukkan.

Simpulan

Dari penelitian ini bisa dipetik beberapa kesimpulan mengenai bagaimanakah pasar menilai fluktuasi bisnis di

bidang real estat. *Pertama*, dari akhir tahun 1993 sampai dengan akhir tahun 1996 telah terjadi *trend* menurun pada harga saham di sektor real estat. *Kedua*, sesuai dengan hipotesis 2, rasio utang jangka panjang punya pengaruh negatif terhadap harga saham. *Ketiga*, berbeda dengan yang dihipotesiskan, likuiditas perusahaan tidak punya pengaruh yang signifikan baik pada harga saham maupun *return* saham. *Keempat*, penggunaan *return* saham sebagai *proxy* perilaku pasar memberikan hasil statistik yang sama mengenai jenis variabel yang punya pengaruh yang signifikan, tapi berbeda dalam hal arah koefisien regresi yang dihasilkan. Secara umum analisis hasil statistik yang berkaitan dengan model (3) dan (4) di luar dugaan. Penelitian berikutnya bisa dilakukan untuk meneliti lebih jauh tentang fenomena ini. *Kelima*, kenaikan bunga punya pengaruh negatif terhadap perkembangan harga.

Referensi

- Ariff, Mohamed dan L.W. Johnson (1990), *Securities Markets and Stock Pricing*, Longman Singapore Publishers Pte. Ltd.
- Beneish, Messod D. dan E. Press (1993), "Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants," *The Accounting Review*, Vol. 68. No. 2, h. 233-257.
- Info Finansial* (1996), "Bakal Banyak Pengembang Berguguran," 27 November.
- Jogiyanto, H.M. dan Dewi Ratnaningsih (1997), "An Information Usefulness Reason In Reporting EPS Figures," *KELOLA Gadjah Mada University Business Review*, No. 15, MMUGM, Yogyakarta, h. 117 - 132.
- Kontan* (1997), "Menanti-nanti Booming Yang Belum Datang-datang Juga," No. 41. Th. 1.14/7/1997.
- Kontan* (1997), "Menunggu Bom Ledakan Properti," No. 37. Th. 1. 16/6/1997.
- Litzenberger, R.H. dan C.U. Rao (1971), "Estimates of the Marginal Rate of Time Preference and Average Risk Aversion of Investors in Electric Utility Shares: 1960 - 66," *Bell Journal of Economics and Management Sciences*, Spring, h. 265-277.
- Usman, Marzuki (1989), "Untaian Karangany Keuangan dan Perbankan Indonesia," *InfoBank dan ESEI Cabang Jakarta*.
- _____, dkk. (1990), "ABC Pasar Modal Indonesia," *Institute Bankir Indonesia Kerja sama dengan ISEI Cabang Jakarta*.
- Pindyck, Robert S. dan D. L. Rubinfeldt (1991), *Econometric Models & Economic Forecasts*, Ed. 3. McGRAW-Hill, Inc., New York.
- Roll, R. dan Ross, S.A. (1980) "An Empirical Investigation of The Arbitrage Pricing Theory," *Journal of Finance*, Vol. 35. No. 5, h. 1073-1103.
- Ross, S.A., R.W. Westerfield, J.F. Jaffe (1990), *Corporate Finance*, II, Richard D. Irwin, Inc., Homewood.
- Husnan, Suad (1994), *Dasar-dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi 2, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Watts, R. L. dan J.L. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, Inc., NJ.